

買収防衛策へ司法判断 -海外メディアはどう報じたか-

経営戦略研究部
鈴木裕

買収防衛策採用会社が急増していることに海外経済メディアは警戒感

6月下旬の株主総会では、買収防衛策を採用する会社が急増した。同時期にブルドックソースとスティール・パートナーズの間で争われた買収防衛策差止めを認めない決定が出された。買収防衛策の導入に反対する株主は一部であり、日本の投資家の多くは買収防衛策を承認した。

これら一連の動きは、日本における敵対的買収が極めて困難であることを印象付けた。海外経済メディアの報道には、日本企業のガバナンス改善は、一段と阻害されるのではないかとの懸念が読み取れる。

1 買収防衛策導入の普及

本年の株主総会では、事前警告型買収防衛策を導入する会社が極めて多く見られた。

一方で、買収防衛策の導入を快く思わない株主もあり、会社経営者と株主の間では、買収防衛策導入を巡って争いを生じる会社もあった。具体的には、次のような事例があった。

(ア) ブルドックソース対スティール・パートナーズ

スティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンド(オフショア)、エル・ピー(以下、スティール・パートナーズ)がブルドックソース株式会社に対する TOB を実施中の6月7日に、ブルドックソース社取締役会は、TOB に反対の意見を表明すると共に、買収防衛策として同社普通株式を保有する株主に1株当たり3個の新株予約権割当てを行なうこと、及び、本件新株予約権無償割当てに関する議案を6月24日の同社株主総会に付議することを決定した。スティール・パートナーズは、この新株予約権割当てを差し止める仮処分を求めていたが、28日に東京地方裁判所は、これを認めなかった。スティール・パートナーズはこれを不服として東京高等裁判所に抗告した。

(イ) ドトール対ハービンジャー

ドトールの2位株主であるハービンジャー・キャピタル・パートナーズ・マスターファンド・リミテッド(以下、ハービンジャー)は、同社の日本レストランシステムとの経営統合に反対しているだけでなく、買収防衛策導入にも反対した。ハービンジャーは、株主総会におい



て経営統合案と買収防衛案へ反対票を投じるようドトールの株主に向けて働きかけており、委任状提出の勧誘し、一般株主の賛同を得ようと運動した。しかし、結果的には買収防衛策の承認議案は可決した。

(ウ) ダルトン対フジテック

フジテックは 5 月に導入した買収防衛策を今後も継続する会社側の提案を賛成多数で可決した。筆頭株主のダルトン・インベストメンツが防衛策を廃止するため会社提案への反対を他の株主に働きかけていたが、会社側が多数の支持を集めた。

(エ) TBS 対楽天

楽天メディア・インベストメント株式会社は、TBS が 6 月 28 日開催の株主総会決議で導入しようとする買収防衛策を争ったが、株主総会では導入が承認された。

2 海外メディアの報道

このようにこの 6 月下旬は、買収防衛策が、株主の多数の承認を得ただけでなく、司法判断もこれを肯定したという点で、買収防衛策に関心を持つ投資家・会社側双方にとって、多くの情報が得られた日々だった。

海外の経済メディアも日本の買収防衛策に注目しているようで、WEB ニュースでも関連する報道が散見された（脚注¹ 脚注²）。また、日本の株主総会議案を分析し、世界各国の機関投資家に情報を提供する議決権行使コンサルタントにおいては、当然のことながら地裁決定前から買収防衛策の司法判断に注目していたところである（脚注³）。

海外メディアの報道は、買収防衛策の導入が急激に拡大していることと、司法による肯定的判断を捉えて、概ね次のように解説している。

- ・ 買収防衛策の導入によって、非効率的な経営を是正するための株主のプレッシャーが利かなくなるかもしれない
- ・ アクティビストファンドは、経営監視にある程度の機能を果たしてきた
- ・ アクティビストファンドは日本株への投資態度を再考することになるのではないか
- ・ 結果的に日本への投資は減少するおそれがある

¹ <http://www.ft.com/cms/s/05de3610-255a-11dc-b338-000b5df10621.html>

² http://online.wsj.com/article/SB118302937795751374.html?mod=home_whats_news_asia

³ http://www.issproxy.com/governance_weekly/2007/067.html

3 国内機関投資家の印象

本年の株主総会集中シーズンに先立って、筆者は少なからぬ機関投資家と意見交換してきたが、その中で、事前警告型買収防衛策についてその効力を疑問視する声をしばしば聞かされた。

機関投資家の多くは、投資先の会社が買収防衛策を導入することを決して歓迎していない。敵対的買収者の圧力が全くなくなることがあれば、経営者が経営を改善しようとする動機を持たなくなることを恐れているからだ。したがって、買収防衛策導入には一般に厳しい態度で臨むが、株式の価値を毀損しないと認められる防衛策には、反対はしない。しかし、敵対的買収を完全に遮断するような場合には、株式価値を毀損する恐れが強く、これに賛成するということとは難しい。つまり、買収防衛策が買収条件を交渉するツールとして作用するのであれば賛成の方に判断が傾くが、完全に排除する場合には反対という判断に傾く。

機関投資家との意見交換の中で、現状の事前警告型買収防衛策は、究極的には発動されることは無いという判断を聞かされることがよくあった。この根拠は、まず買収防衛策としてのポイズンピルの本国である米国でさえ発動事例が事実上無いということ、また、ニレコ事件やニッポン放送事件などでの司法判断は買収防衛策を否定的に見ていることなどを指摘していた。

機関投資家が、買収防衛策は発動されることは無いという前提で導入を承認してきたとすると、今回の東京地方裁判所の決定は、機関投資家の判断の前提を覆す可能性があり、今後買収防衛策の賛否について再考を促すことになるかもしれない。